

证券研究报告—深度报告

银行

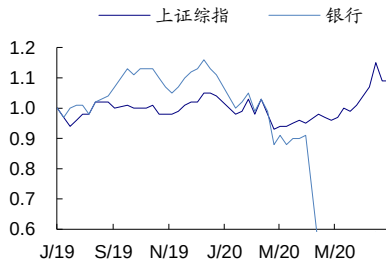
海外银行镜鉴系列

超配

(维持评级)

2020年07月26日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《行业快评: SWIFT 与美国金融制裁是怎么回事?》——2020-07-19
《2020年7月银行业投资策略: 静待花开》——2020-07-03
《浙江银行业专题: 中小银行的“浙东现象”》——2020-06-22
《银行卡产业及卡组织专题: 方寸之间》——2020-06-14
《银行业 2020 年下半年投资策略: 从成本角度看银行让利空间》——2020-06-12

证券分析师: 田维伟

电话: 021-60875161
E-MAIL: tianweiwei@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520030002

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师: 陈俊良

电话: 021-60933163
E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519010001

行业专题

1990 年代美国银行业的崛起

● 1990 年代美国银行业走向繁荣, 1995-1998 年中旬超额收益明显

美国银行业从 1990 年代初期的困境逐步走向繁荣, 盈利能力持续增强, 进入稳定发展新阶段。1995 年初至 1998 年 7 月 14 日, 标普 500 银行指数上涨了 266%, 同期标普 500 指数上涨 156%, 银行股投资价值巨大。

● 1990 年代兼并收购潮后, 美国银行竞争力大幅提升

1980-1994 年的美国银行业兼并收购是为了化解危机, 为之后银行业的崛起奠定了基础。此阶段大量中小银行破产倒闭, 且集中在少数几个地区。另外, 对伊利诺斯大陆银行的救援体现了“太大而不能倒”原则。

1994-2000 年美国银行业并购发生在经济繁荣时期, 主要目的是增强竞争实力, 更好的参与全球金融自由化竞争。同时, 美国单一银行制度和分业经营被打破, 为银行并购提供了法律环境。经过 1990 年代的并购潮, 美国银行集中度快速提升, 出现了以花旗集团为代表的大型全能银行, 美国银行业国际竞争力显著增强, 美国重新捍卫了金融霸主的地位。

● 1990 年代美国经济稳定高增长, 房地产景气度持续提升

美国经济自 1992 年 3 月复苏, 连续十年呈现“高增长+低通胀+低失业率”的繁荣态势。同时, 1990 年代美国房地产景气度持续提升, 不动产抵押贷款资产证券业务快速扩张, 经济的高增长和房地产繁荣为美国银行业提供了很好的经营环境。

● 我国有望迎来一轮中小银行兼并收购潮, 混业经营有序推进

当前我国银行业面临着与美国银行 1990 年代初期相似的困境, 区域性中小银行风险集中, 利率市场推进带来息差收窄等。去年以来的包商银行、锦州银行等风险银行处置事件反映我国监管层正在考虑有序深化中小银行改革, 化解中小银行风险。同时, 近期媒体报道监管层考虑向大型试点银行发放券商牌照, 我国混业经营有序推进, 以更好应对全球金融自由化的深入推进, 未来我国银行业抵御风险和经营能力都有望大幅提升。

● 投资建议

目前我国银行板块估值处于历史低位, 维持行业“超配”评级, 推荐工商银行、农业银行、邮储银行以及宁波银行、常熟银行的“哑铃组合”。

● 风险提示

若宏观经济大幅下行, 可能从多方面影响银行业。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
601398	工商银行	买入	4.98	17,092	0.90	0.94	5.5	5.3
601288	农业银行	买入	3.23	11,083	0.72	0.75	4.5	4.3
601658	邮储银行	买入	4.62	3,891	0.72	0.81	6.4	5.7
002142	宁波银行	买入	30.08	1,807	2.67	3.14	11.3	9.6
601128	常熟银行	增持	7.41	203	0.74	0.85	10.0	8.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄

扫码免费领取资料



、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

扫码加微信lax988988领取资料



更多免费教程: 英语学习, 技能提升, PS 教学, 投资赚钱, 音乐教程, 口才教学, 情商提升, 风水教学, 心理学, 摄影知识, 幼儿教育, 书法学习, 记忆力提升等等.....

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ: 167520299 或添加微信: 1131084518 (备注PDF)

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能, 理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课, 全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信: 1131084518

- 1、东方性经
- 2、印度 17 式
- 3、口交技巧 3 部
- 4、港台性姿势 3 部
- 5、365 性姿势 6 部
- 6、泰国性爱密经 17 式
- 7、花花公子性技巧 6 部
- 8、阁楼艳星性技巧 7 部
- 9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
- 10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
- 11、古代宫廷性保健系列 14 部
- 12、汉唐宋元明清春宫图真人
- 13、柔软性爱宝典 日本 9800 课
- 14、李熙墨 3999 全套课
- 15、妖精性爱课 2888
- 16、李银河全套性课
- 17、领统统性课
- 18、德勇男性篇
- 19、德勇男性篇
- 20、缓慢性爱
- 21、亚当多体位搭配篇
- 22、亚当多体位结合篇
- 23、德勇克服早泄讲座练习
- 24、德勇以女性为中心得爱抚
- 25、加藤鹰接吻爱抚舌技
- 26、加藤鹰指技
- 27、加藤鹰四十八手入门
- 28、佐藤潮吹教学
- 29、佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
- 30、佐藤男人早泄对抗训练
- 31、阿拉伯延时训练
32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

内容目录

1995-1998 年美国银行股超额收益明显	4
1980-1990 年代美国银行业的兼并收购潮	5
危机处理阶段 (1980-1994 年)	5
提升竞争力阶段 (1994-2000 年)	8
1990 年代美国经济进入繁荣时期	11
1990 年代美国银行业进入高盈利稳定发展阶段	13
盈利能力持续增强, 进入稳定发展新阶段	13
资产质量大幅改善	15
综合化经营能力增强	15
资产稳步扩张	16
净息差收窄, 但高于危机前水平	17
总结	18
投资建议	19
风险提示	19
国信证券投资评级	21
分析师承诺	21
风险提示	21
证券投资咨询业务的说明	21

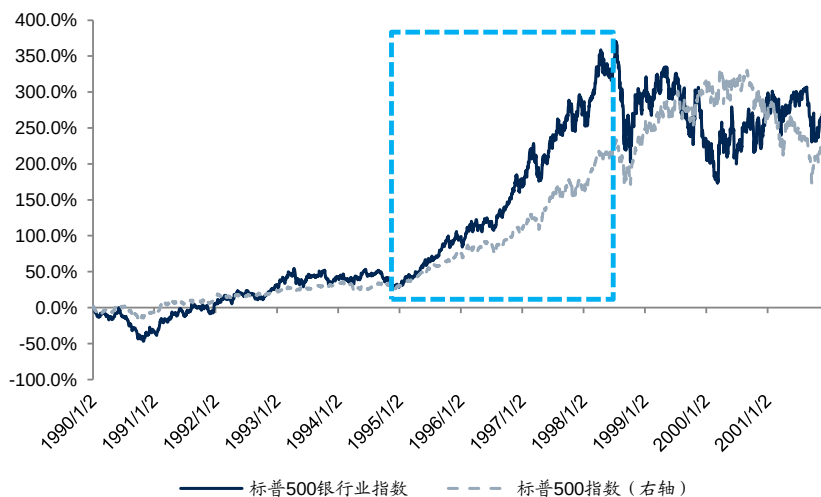
图表目录

图 1: 1995-1998 年中旬美国银行业超额收益明显	4
图 2: 美国标普 500 银行指数 PB 值由 1.2x 提升至 3.5x.....	4
图 3: 1995-1998 年中旬美国个股银行股价大幅上涨.....	5
图 4: 1980-1990 年代初期美国大量银行倒闭和救援.....	6
图 5: 1980-1994 年美国倒闭和救援银行总资产规模.....	6
图 6: 1980 年代美国银行业不良率持续在高位.....	6
图 7: 1970-1980 年代初美国经济陷入滞胀.....	7
图 8: 1994-2000 年美国银行业并购数量.....	9
图 9: 美国所有受 FDIC 担保的银行业机构数量	10
图 10: 不同类型银行总资产分布情况.....	11
图 11: 1992 年开始美国经济稳定高增长.....	12
图 12: 1992 年开始美国呈现“低通胀+低失业率”的态势.....	12
图 13: 1990 年代美国新房销售持续增长	13
图 14: 1990 年代美国住房市场指数呈上升态势.....	13
图 15: 1990 年代住宅抵押贷款 ABS 快速增长	13
图 16: 1990 年代抵押贷款支持证券发行额变动.....	13
图 17: 1993 年开始美国银行业净利润稳定增长.....	14
图 18: 1990 年代中后期美国银行盈利能力稳定在较高水平	14
图 19: 美国银行业不良率自 1992 年 3 季度持续快速下行	15
图 20: 1990 年代美国银行拨备覆盖率持续上行.....	15
图 21: 1994-2000 年美国银行业非息收入占营收比重持续提升	16
图 22: 1994-2000 年美国银行业资产进入稳定扩张期.....	16
图 23: 不动产抵押贷款占比提升.....	17
图 24: 1990 年代美国银行业净息差收窄	17
图 25: 1994-2000 年美国银行业处于加息环境中	18
图 26: 1990 年代存款占负债总额比重下降.....	18
表 1: 1980-1994 年美国倒闭和救援银行资产分布情况	7
表 2: 1980-1994 年美国各州关闭或接受了 FDIC 援助的美国商业银行数量	8
表 3: 1980-1994 年破产和救援银行总资产超过 100 亿美元的银行名单	8
表 4: 1992 年世界十大银行	9
表 5: 1995-2000 年美国银行业并购典型事件	10
表 6: 2000 年世界十大银行（按资本总额排名）	11
表 7: 杜邦分析	14
表 8: 估值表.....	20

1995-1998 年美国银行股超额收益明显

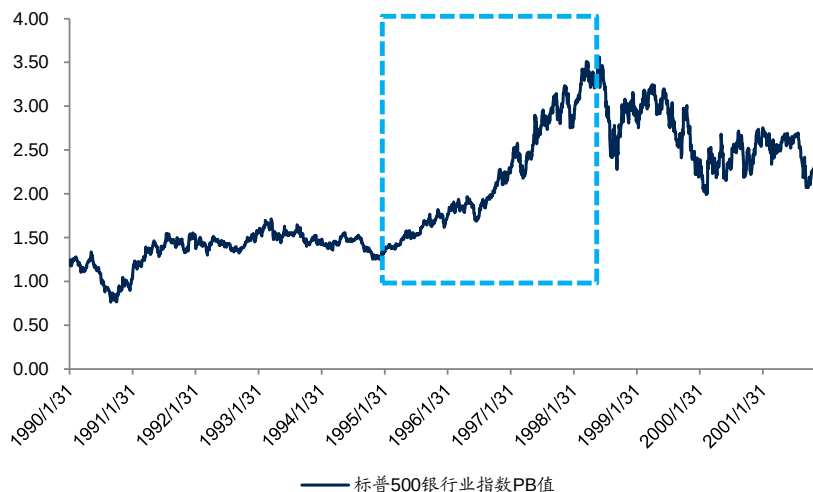
1995-1998 年中旬美国银行股投资价值巨大，具有明显的绝对收益和超额收益。标普 500 银行指数在这一时期（1995/1/1-1998/7/14）上涨了 266%，同期标普 500 指数上涨 156%。标普 500 银行指数 PB 由 1.2x 提升至 1998 年中旬的 3.5x。

图 1: 1995-1998 年中旬美国银行业超额收益明显



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

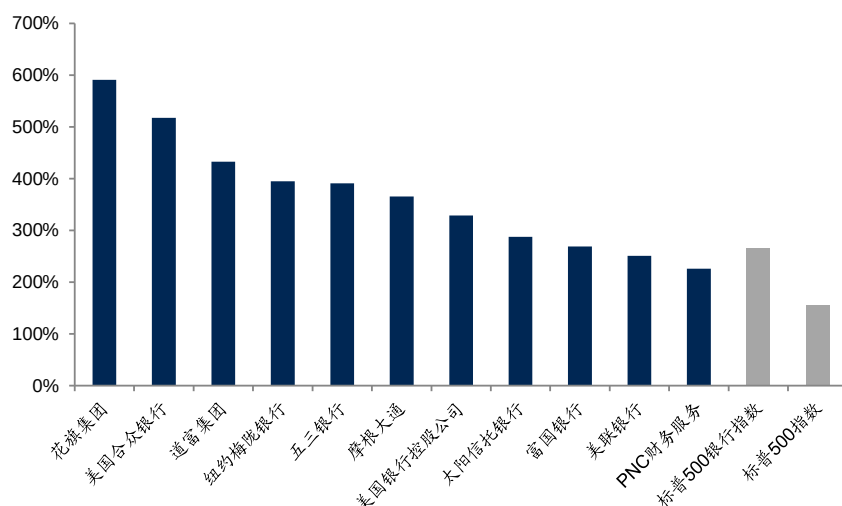
图 2: 美国标普 500 银行指数 PB 值由 1.2x 提升至 3.5x



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

个股表现来看，我们选取了 11 家具有代表性的银行，其中，花旗集团上涨了 591%，美国合众银行上涨了 518%，涨幅较小的富国银行、美联银行和 PNC 财务服务公司也分别上涨了 269%、251%和 226%，明显跑赢同期标普 500 指数（上涨了 156%）。

图 3: 1995-1998 年中旬美国个股银行股价大幅上涨



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

1990 年代美国银行业经营环境复杂, 美国银行业经历了历史上最大的兼并收购潮, 美国银行监管制度在这一时期也出现了巨大的变革, 不仅打破了长期以来的单一银行制度, 而且从分业经营逐步走向混业经营。本报告主要聚焦美国银行业 1990 年代的经营环境和经营情况, 分析为什么美国银行股在这一时期投资价值巨大。

1980-1990 年代美国银行业的兼并收购潮

1980-1990 年代是美国银行业急剧动荡的时期, 美国银行业经历了史上最大的兼并收购潮, 这是美国银行 1990 年代经营最大的特点之一。具体来看, 此轮兼并收购潮大致可以分为两个阶段:

- ✓ **危机处理阶段 (1980~1994 年):** 1980 年代美国银行业坏账高企, 大量中小银行破产倒闭, 1980-1994 年美国银行业 (本报告中美国银行业指由 FDIC 承保的商业银行和储蓄银行, 特别说明的除外) 共有 2359 家银行倒闭, 576 家银行接受救援。此阶段的风险出清维护了美国银行业的稳定, 为 1990 年代中后期美国银行业的健康发展提供了基础。
- ✓ **提升竞争力阶段 (1994-2000 年):** 1980 年代以来全球金融自由化加速推进, 以日本银行业为代表的海外银行业务快速扩张, 给美国的银行带来了巨大的竞争压力。同时, 监管机构也开始放松对单一银行制度和分业经营的限制, 1994 年 9 月颁布《州级银行法》, 1999 年 11 月通过《金融服务现代法案》, 为银行业的兼并收购提供良好法律环境。在此背景下, 美国银行业出现了一波以提升竞争力为主要目的的并购潮, 1994-2000 年美国银行业并购数量达 2728 家, 其中不乏大型金融机构的强强合并, 诞生了以花旗集团为代表的大型全能银行。

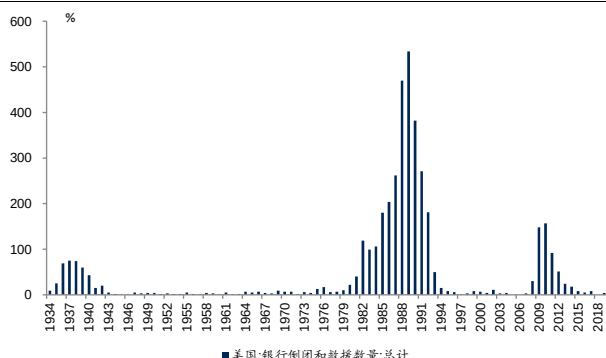
危机处理阶段 (1980-1994 年)

坏账高企, 危机中金融资源被重新整合

美国经济在 1970-1980 年代初期陷入了滞胀, 给美国银行业的经营带来了较大冲击, 早期隐藏的一系列风险开始暴露, 1980 年代美国银行业出现了巨额坏账, 不良贷款率急剧攀升, 大量中小银行甚至部分大银行陷入破产倒闭的困境。危机中金融资源被重新整合, 此时兼并收购的主要目的在于处理问题银行, 维护银行业稳定。1980-1994 年美国倒闭和救援银行数量达 2935 家, 总资产规模

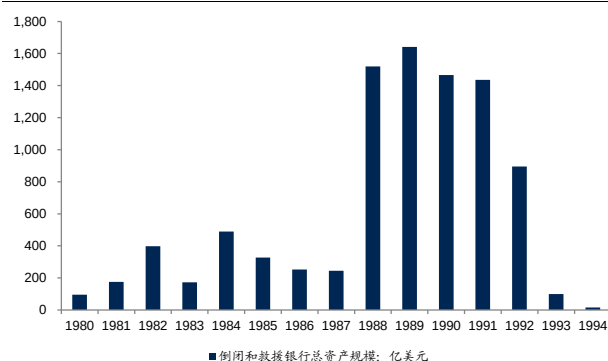
为 9231 亿美元，其中 1989-1992 年是美国银行倒闭的高峰时期。

图 4: 1980-1990 年代初期美国大量银行倒闭和救援



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

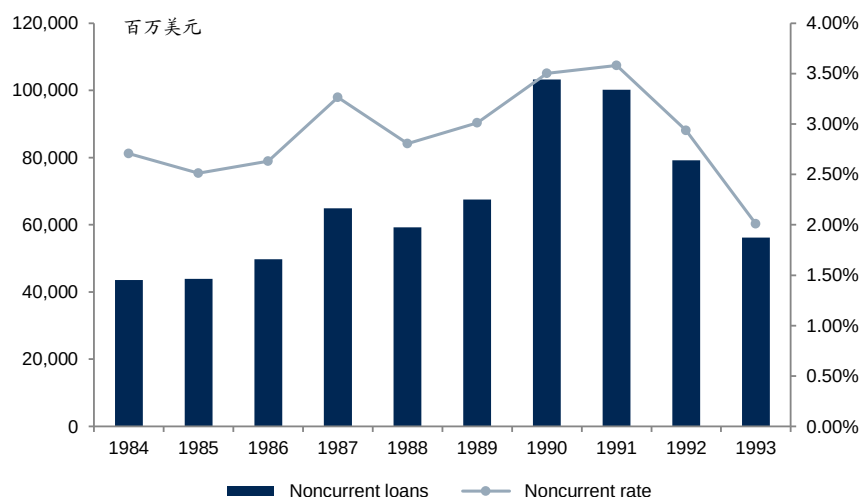
图 5: 1980-1994 年美国倒闭和救援银行总资产规模



资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

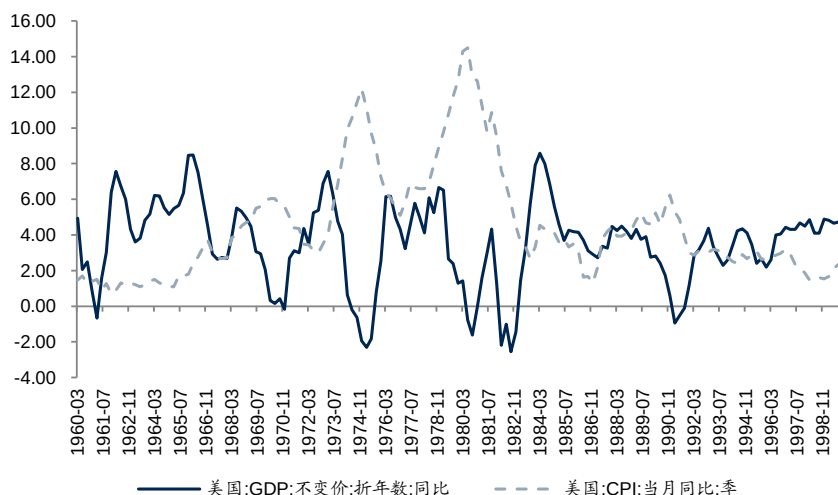
美国经济自 1983 年开始已经逐步走出衰退，但早期一些国内外因素已经把风险引入到了银行: (1) 美国长期实行单一银行体制，法律禁止美国银行跨州设立分支机构，这使得美国银行业务与当地产业结构和经济环境高度相关，极易受到地区或部门经济衰退的打击; (2) 1950-1960 年代美国银行机构在全世界扩张，涉及了大量发展中国家的债务。1970 年代爆发的石油危机引发了发展中国家的债务危机，导致美国银行机构债务违约风险不断提升; (3) 美国自 1970 年开始利率市场化改革，1986 年实现利率的完全市场化，存款利率管制全面放开，银行业的经营成本加大，给美国银行业经营带来较大挑战; (4) 1980 年代是美国金融自由化与放松金融管制的时期，但是缺乏相应的风险管理措施配合，并且银行内控机制不健全。因此，在美国经济陷入滞胀之后，美国银行业风险也开始持续暴露，最终引发了银行业危机。

图 6: 1980 年代美国银行业不良率持续在高位



资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理。注明: 不良贷款 (Noncurrent loans) 为逾期 90 天以上贷款和非应计贷款合计。

图 7: 1970-1980 年代初美国经济陷入滞胀



资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

区域集中，且以中小银行为主

中小银行抵御风险的能力较弱，在此轮银行业危机中大量破产倒闭。1980-1994 年倒闭和救援银行中资产规模在 1 亿美元以下的有 1865 家，资产规模在 1-10 亿美元之间的有 887 家，分别占倒闭和救援银行机构总数的 63.5%和 30.2%，而资产规模超过 100 亿美元的倒闭和救援银行仅 7 家。

表 1: 1980-1994 年美国倒闭和救援银行资产分布情况

	倒闭和救援银行数量: 家		倒闭和救援银行总资产:亿美元	
	数量	占比	资产	占比
1 亿美元之下	1,865	63.5%	650	7.0%
1 亿 (含) -10 亿美元	887	30.2%	2,636	28.6%
10 亿美元 (含) -100 亿美元	176	6.0%	4,573	49.5%
100 亿美元以上 (含)	7	0.2%	1,372	14.9%
合计	2,935	100.0%	9,231	100.0%

资料来源:FDIC, 国信证券经济研究所整理

美国 1927 年制定的《麦克法登法案》禁止商业银行跨州设立分支机构,实行单一银行制度,使得美国银行业务区域集中无法抵御局部性的经济波动或衰退,这也体现在了 1980-1994 年倒闭的银行高度集中在少数几个地区。1980-1994 年有三次比较大的地区和部门经济衰退造成了大范围的区域银行破产,受 1980 年代两次石油价格暴跌影响经济严重衰退的地区的银行(路易斯安那州、俄克拉荷马州、德克萨斯州等)、1980 年代初农产品价格下降导致过于集中农业贷款的银行大量破产(堪萨斯州、俄克拉荷马州、内布拉斯加州等)、相关不动产衰退区域银行(加利福尼亚州、东北部地区和西南地区)。根据《美国 1980 年代至 1990 年代初银行危机研究》披露,1980-1994 年关闭或接受了 FDIC 援助的 1617 家美国商业银行(不包括储蓄银行)中破产数量前五个州占比达 58.6%。

表 2：1980-1994 年美国各州关闭或接受了 FDIC 援助的美国商业银行数量

	倒闭银行的数量（家）	占该州银行总数的比例	倒闭银行资产（亿美元）	占该州银行总资产比例
Texas	599	29.41	602	43.84
Oklahoma	122	22.02	58	23.85
California	87	15.26	42	1.69
Louisiana	70	22.44	41	17.39
Kansas	69	10.71	12	7.26
Colorado	59	12.39	10	5.24
Massachusetts	44	10.63	102	12.90
Missouri	41	5.24	10	2.25
Florida	39	4.56	45	4.30
Minnesota	38	4.87	15	4.95
Tennessee	36	9.05	17	6.34
New York	34	8.79	317	6.22
Illinois	33	2.52	350	25.75
Nebraska	33	6.88	3	2.91
Connecticut	32	18.39	68	22.17
Wyoming	20	16.67	4	10.30
Arizona	17	26.15	3	1.66
Oregon	17	17.00	6	4.34
New Hampshire	16	12.60	33	31.98
New Jersey	14	5.71	47	9.49
other	796	-	875	-
U.S.	1,617	9.14	2,062	8.98

资料来源：《美国 1980 年代至 1990 年代初银行危机研究》，国信证券研究所整理

大而不能倒典范——伊利诺斯大陆银行

大银行更有可能获得同业银行或监管机构的资金援助。以伊利诺斯大陆银行为例，它与花旗银行、大通曼哈顿银行一样都是货币中心银行，是美国中西部最大、全美第七大银行。在大陆银行危机的紧急关头，FDIC、OCC 和 FRS 决定宣布该行太大而不能任其破产，否则将严重威胁美国银行系统的稳定。监管当局出台了前所未有的援助计划，三大银监机构向大陆银行提供 20 亿美元的援助，24 家国内主要银行组成集团给其提供 53 亿美元无担保资金，同时 FDIC 承诺不考虑 10 万美元的存款保险限制，保护大陆银行的所有存款人和一般债权人。由于找不到愿意接受这家银行的金融机构，最后，FDIC 还购买了 45 亿美元大陆银行的不良贷款，从而获得该行 80% 的所有权，并且大陆银行可以不断从美联储享受流动性资金支持。在全美银行业和监管机构的共同努力下大陆银行重回增长轨道，在新的资本注入后，FDIC 转让出售了股份，使该行归私人所有。尽管监管者与银行界都认为对“太大而不能倒”原则应持有保留态度，但该原则一直被运用，其中最典型的例子就是 2008 年次贷危机中对花旗集团的援助。

表 3：1980-1994 年破产和救援银行总资产超过 100 亿美元的银行名单

银行名称	倒闭或救援时间	总资产 (亿美元)	存款总额 (亿美元)	救援或倒闭	处置机构
CONTINENTAL ILLINOIS NAT BK & TR	05/17/1984	399.6	285.9	ASSISTANCE	FDIC
AMERICAN S&LA	09/07/1988	301.6	154.1	ASSISTANCE	FSLIC
FIRST REPUBLIC BANK-DALLAS, N.A.	07/29/1988	170.9	76.8	FAILURE	FDIC
BANK OF NEW ENGLAND, NATIONAL ASSOC	01/06/1991	134.3	94.1	FAILURE	BIF
GIBRALTAR SAVINGS, FA	03/31/1989	133.8	75.8	FAILURE	RTC
HOMEFED BANK, FA	07/06/1992	121.8	89.0	FAILURE	RTC
SOUTHEAST BANK, NATIONAL ASSOCIATION	09/19/1991	110.3	89.1	FAILURE	BIF

资料来源:FDIC，国信证券研究所整理

提升竞争力阶段（1994-2000 年）

海外银行快速扩张，美国银行亟需提升竞争力

进入 1990 年代中后期，美国银行业已走出衰退，这一时期的银行业并购发生

在美国经济繁荣时期，其主要目的是为了增强实力，扩大市场份额，更好的与海外银行竞争。1980年代以来，全球金融自由化持续推进，以日本银行为代表的海外银行快速扩张业务，抢占了美国银行市场份额，给美国银行业带来巨大的挑战。根据英国《银行家》杂志披露，1992年以资产额排列的世界十大银行美国空无一席，而日本占据了7个席位。同时，1980-1990年代初的银行业危机给美国银行业带来了前所未有的打击，虽然通过兼并收购的方式逐步走出了危机，但美国银行业系统仍是比较脆弱的。因此，美国银行业亟需通过并购来提高实力，以更好的参与全球金融自由化的竞争。

表 4: 1992 年世界十大银行

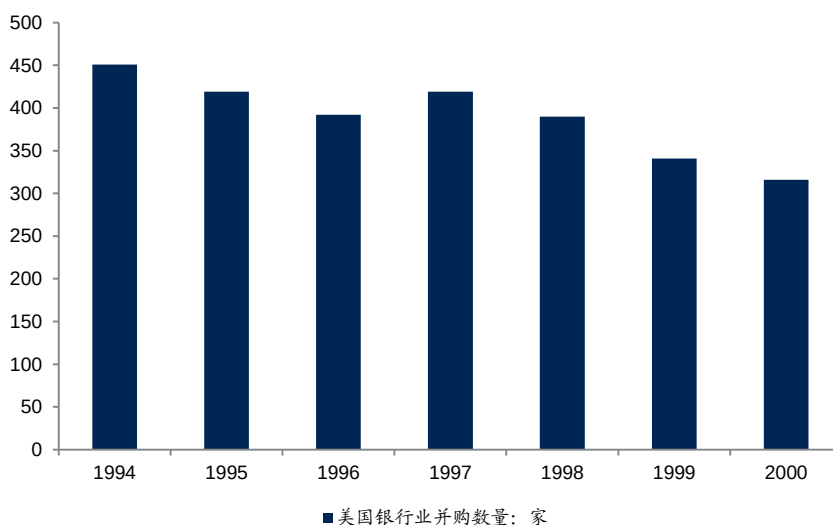
排名	银行	国家（地区）	资产额（亿美元）
1	住友银行	日本	195.2
2	第一劝业银行	日本	173.8
3	三和银行	日本	171.6
4	富士银行	日本	170.5
5	三菱银行	日本	159.8
6	樱花银行	日本	156.8
7	法国农业信贷银行	法国	156.6
8	瑞士联合银行	瑞士	128.0
9	日本兴业银行	日本	120.5
10	汇丰银行	英国	118.0

资料来源:英国《银行家》杂志，国信证券研究所整理

监管制度改革为银行并购提供法律基础

美国单一银行制度和分业经营被打破，为美国银行并购提供了良好的法律环境。1994年《州际银行法》颁布，打破了1927年《麦克法登法案》以来单一银行制度限制，允许商业银行跨州设立分支机构，美国银行业掀起了一轮以扩大规模为目的的并购。1999年11月，美国通过了《金融服务现代化法》，废除了1933年《格拉斯-斯蒂格尔法》分业经营的限制，美国全面进入混业经营的时代，银行通过并购保险、证券向全能银行迈进。根据FDIC年报披露，1994-2000年美国银行业共发生了2728例并购，其中不乏美洲银行和国民银行、花旗集团和旅行者集团此类强强合并的案例。

图 8: 1994-2000 年美国银行业并购数量



资料来源: FDIC，国信证券经济研究所整理

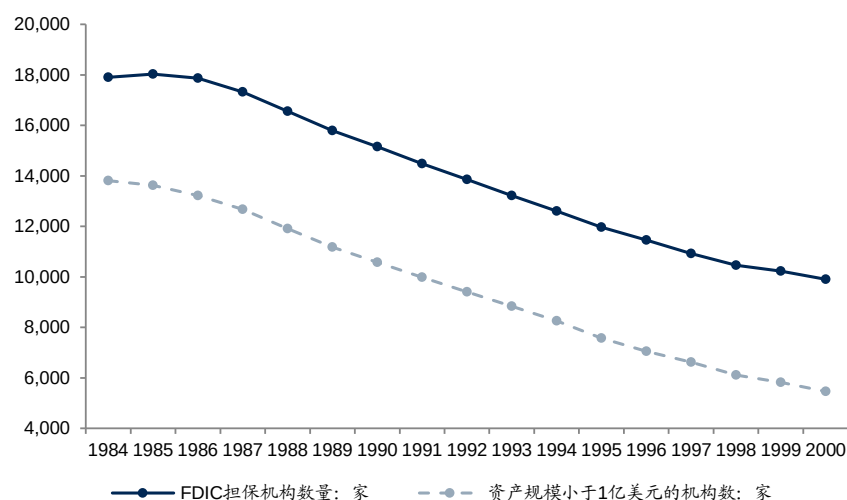
表 5: 1995-2000 年美国银行业并购典型事件

年份	收购者	被收购者	价格 (亿美元)
1995	美国第一商业银行	美国第一州级银行	103
1996	信孚银行	Ales Brown & sons	17
1996	国民银行	Montgomery Securities	12
1997	旅行者集团	Salomon Smith Barney	100
1998	花旗银行	旅行者集团	374
1998	第一银行	第一芝加哥银行	298
1998	美洲银行	国民银行	616
1998	德意志银行	信孚银行	101
1998	弗利特银行	波士顿银行	160
2000	大通银行	Robert Fleming Holding Ltd	69.2
2000	瑞士联合银行	Paine Webber Group Inc.	122
2000	大通银行	J.P. 摩根	360
2000	花旗银行	墨西哥国民银行	125

资料来源:《美国银行业并购监管研究》、《美国银行业并购浪潮:回顾与透视》,国信证券研究所整理

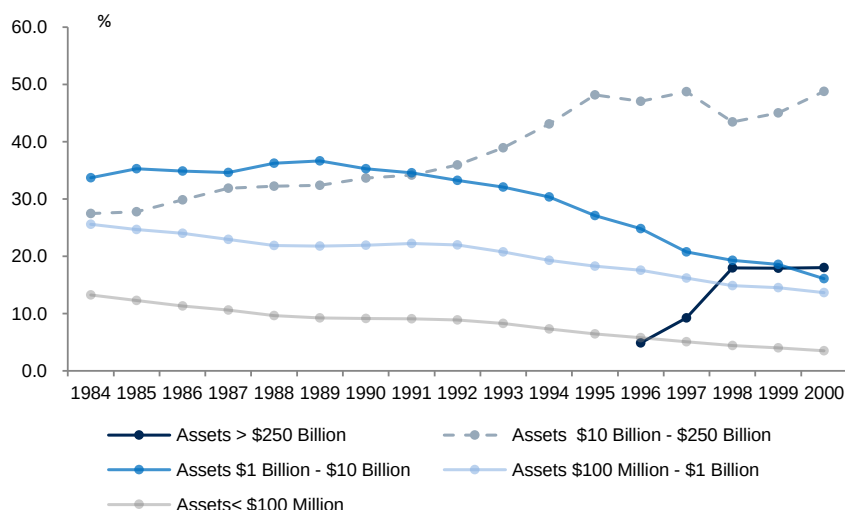
银行集中度快速提升,出现大型全能银行

经过 1980-1990 年代兼并收购潮之后,美国银行业机构数量大幅减少,集中度快速提升,出现了超大型金融控股集团。截止 2000 年末,FDIC 担保的银行机构数量为 9904 家,较 1985 年末减少了 8129 家,其中,期末资产规模少于 1 亿美元的银行机构数量为 5464 家,减少了 8167 家。在这一时期,美国出现了 3 家资产规模超过 2500 亿美元的大型银行集团(花旗集团、美洲银行公司、大通曼哈顿金融公司);同时,2000 年末资产规模在 100-2500 亿美元之间的银行机构数量为 98 家,较 1985 年末增加了 62 家。从资产份额来看,截止 2000 年末,资产规模在 100 亿美元以下的银行机构总资产份额为 37.1%,较 1985 年下降了 35.1 个百分点;资产规模在 100 亿美元以上的银行机构资产份额则提升至 62.9%,其中,资产规模在 2500 亿美元的三家大型银行资产份额为 17.9%,银行资产集中度大幅提升。

图 9: 美国所有受 FDIC 担保的银行业机构数量


资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

图 10: 不同类型银行总资产分布情况



资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

通过一系列的兼并收购, 美国银行业的资产规模和国际竞争力得到显著提升。根据《银行家》杂志披露的 2000 年按资本总额排名的世界十大银行, 花旗集团、美洲银行和大通曼哈顿银行分别排第一名、第二名和第五名, 三家银行都是通过并购升级提升了国际竞争力, 美国重新捍卫了世界金融霸主的地位。

表 6: 2000 年世界十大银行 (按资本总额排名)

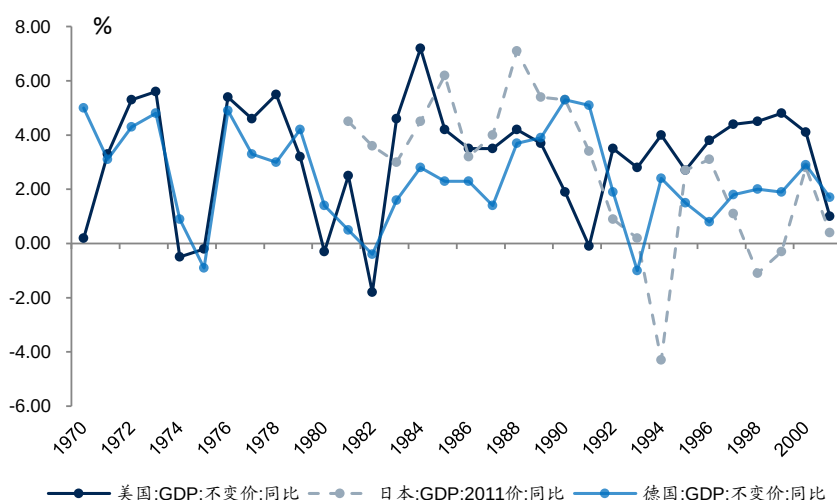
排名	银行	国家 (地区)	一级资本 (亿美元)	资产总额 (亿美元)
1	花旗银行集团	美国	477	7,169
2	美洲银行	美国	382	6,326
3	汇丰银行控股公司	英国	285	5,691
4	东京三菱银行	日本	260	6,782
5	大通曼哈顿银行	美国	255	4,061
6	第一劝业银行	日本	235	4,720
7	法国农业信贷银行	法国	233	4,415
8	樱花银行	日本	231	4,434
9	富士银行	日本	227	5,312
10	中国工商银行	中国	219	4,276

资料来源: 英国《银行家》杂志, 国信证券研究所整理

1990 年代美国经济进入繁荣时期

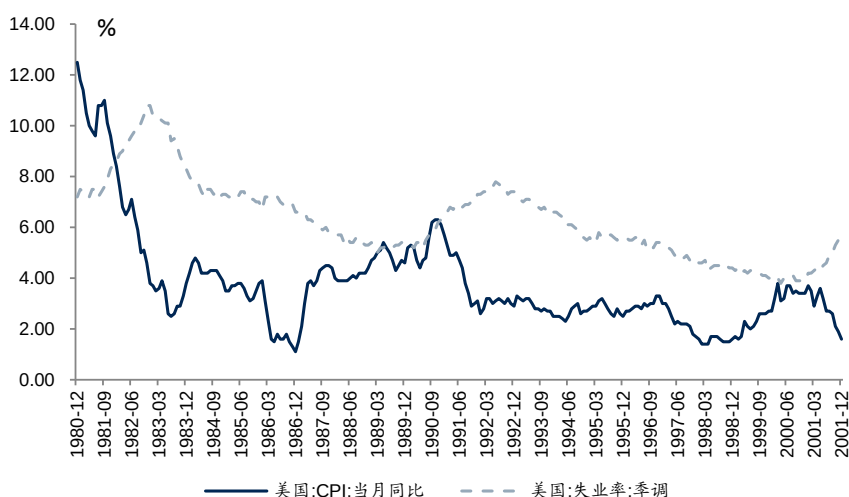
美国经济经历了 1990-1992 年 2 月的温和型衰退之后, 自 1992 年 3 月份开始复苏, 连续十年呈现“高增长+低通胀+低失业率”的繁荣态势, 是美国历史上经济高增长持续时间最长的时期之一。而 1990 年代的日本、德国等主要经济体普遍低迷, 繁荣的经济为美国银行业提供了很好的经营环境。支撑此轮美国经济繁荣的因素有很多, 其中银行机构通过兼并收购增强经营能力, 提高金融资源的配资效率是推动美国经济增长的重要因素之一。

图 11: 1992 年开始美国经济稳定高增长



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

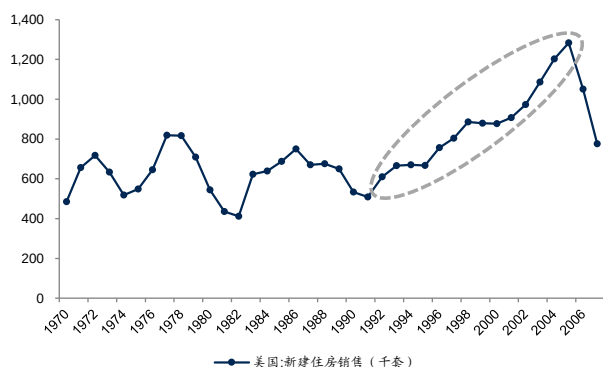
图 12: 1992 年开始美国呈现“低通胀+低失业率”的态势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

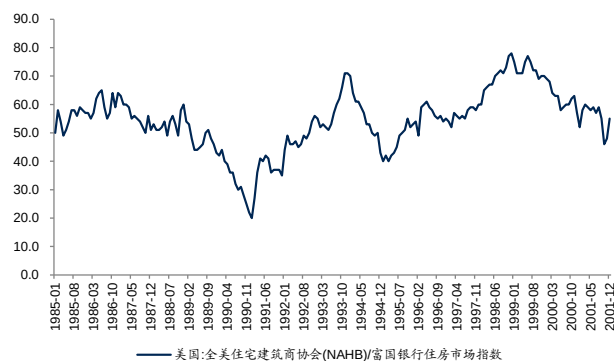
1990 年代开始，美国房地产市场经历了一轮景气度持续提升的过程，助推了美国经济的持续增长。新建住房销售从 1991 年的 50.9 万套持续提升至 2005 年的 128.3 万套。这一时期美国房地产市场景气度持续提升与抵押贷款资产证券化的蓬勃发展紧密相关，其中 1991 年初 1-4 户住宅抵押贷款支持证券余额为 594 亿美元，但到了 1999 年末该余额已经达到了 3543 亿美元。

图 13: 1990 年代美国新房销售持续增长



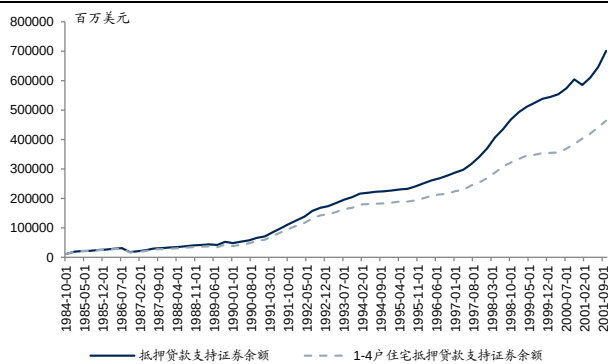
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 14: 1990 年代美国住房市场指数呈上升态势



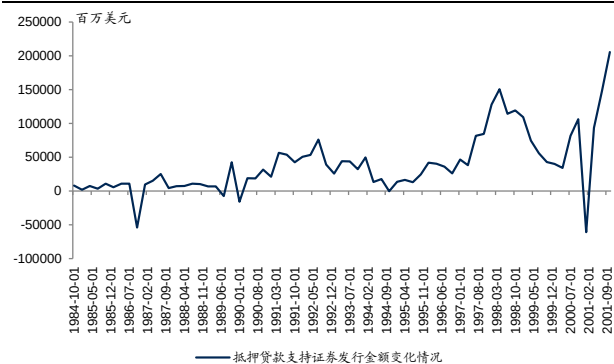
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 15: 1990 年代住宅抵押贷款 ABS 快速增长



资料来源: 美联储, 国信证券经济研究所整理

图 16: 1990 年代抵押贷款支持证券发行额变动



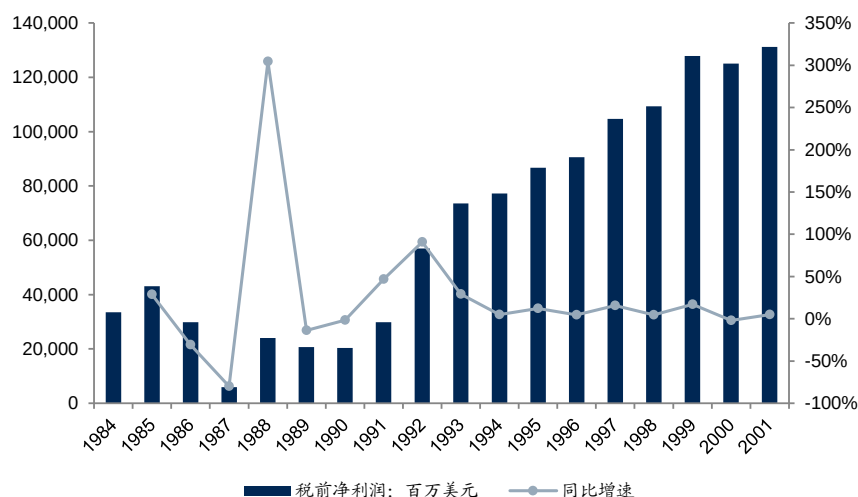
资料来源: 美联储, 国信证券经济研究所整理

1990 年代美国银行业进入高盈利稳定发展阶段

盈利能力持续增强，进入稳定发展新阶段

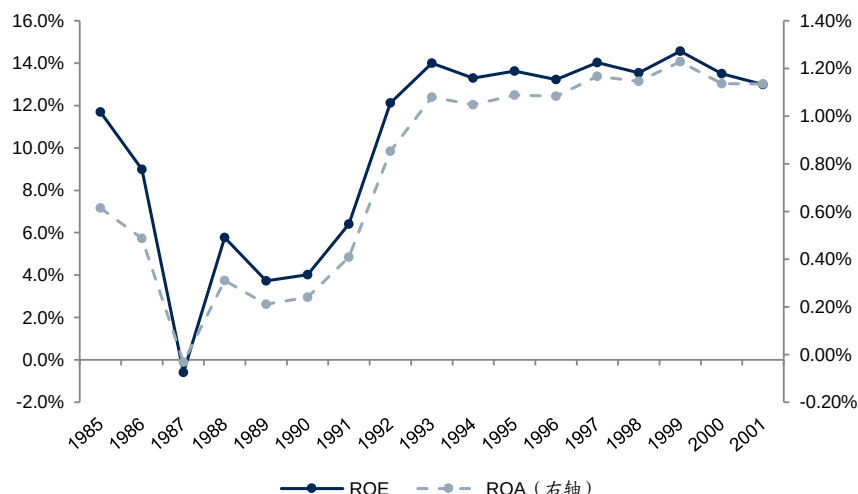
1990 年代初，随着美国经济逐步走出低谷，美国银行业通过兼并与资产重组摆脱 1980 年代以来的困境。自 1993 年开始，美国银行业走出了调整和更新阶段而进入复兴时期，伴随美国经济的高增长以及并购后竞争实力的提升，美国银行业净利润呈现平稳增长态势，ROE、ROA 持续提升。1993-2000 年美国银行业 ROE 平均水平为 13.7%，ROA 平均水平为 1.12%，美国银行业进入了稳定健康发展新阶段。

图 17: 1993 年开始美国银行业净利润稳定增长



资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

图 18: 1990 年代中后期美国银行盈利能力稳定在较高水平



资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

根据杜邦分析, 1990 年代美国银行业非息收入对 ROA 贡献持续提升, 资产质量改善带动贷款损失准备对 ROA 拖累下降, 净利息收入仍是主要贡献因子, 但 1990 年代贡献度有下降态势。

表 7: 杜邦分析

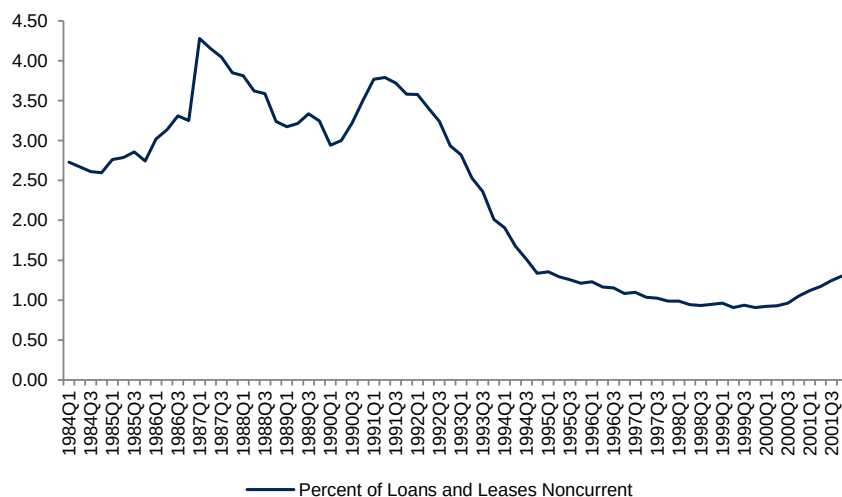
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
ROE	3.7%	4.0%	6.4%	12.1%	14.0%	13.3%	13.6%	13.2%	14.0%	13.5%	14.6%	13.5%
权益乘数	17.6	16.7	15.7	14.2	13.0	12.7	12.5	12.2	12.0	11.8	11.9	11.9
ROA	0.21%	0.24%	0.41%	0.85%	1.08%	1.05%	1.09%	1.08%	1.17%	1.15%	1.23%	1.14%
净利息收入/A	2.88%	3.01%	3.26%	3.64%	3.70%	3.63%	3.53%	3.53%	3.49%	3.37%	3.33%	3.28%
非息收入/A	1.37%	1.37%	1.58%	1.74%	1.92%	1.69%	1.75%	1.88%	1.97%	2.21%	2.33%	2.29%
员工薪酬与福利	-1.28%	-1.33%	-1.37%	-1.42%	-1.47%	-1.45%	-1.41%	-1.41%	-1.40%	-1.43%	-1.44%	-1.40%
其他非息支出/A	-1.66%	-1.75%	-1.93%	-2.03%	-2.14%	-2.00%	-1.90%	-2.00%	-1.88%	-2.04%	-1.97%	-1.98%
贷款损失准备/A	-0.88%	-0.88%	-0.90%	-0.69%	-0.46%	-0.28%	-0.29%	-0.35%	-0.38%	-0.38%	-0.35%	-0.45%
所得税支出/A	-0.23%	-0.19%	-0.24%	-0.40%	-0.51%	-0.54%	-0.58%	-0.57%	-0.63%	-0.59%	-0.68%	-0.61%

资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

资产质量大幅改善

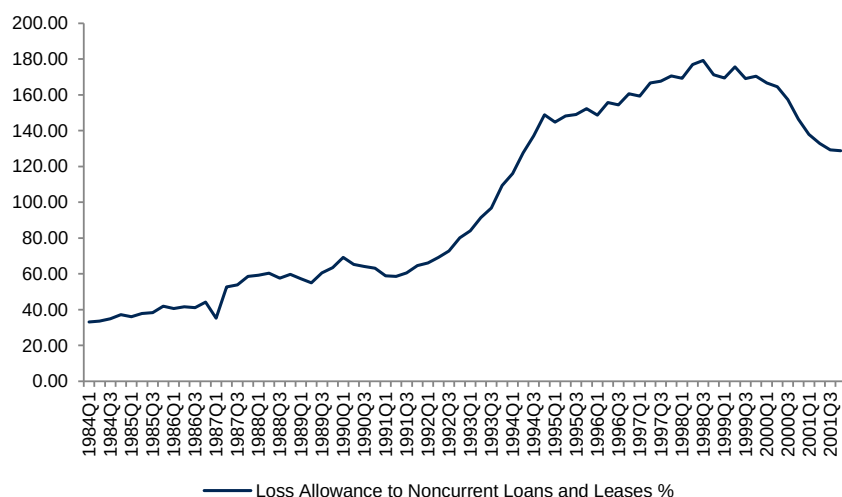
美国银行业不良率(Noncurrent rate)在1991年2季度末达到阶段性高点3.79%,之后进入持续快速下行通道,截止1999年末,美国银行业不良率已降至0.91%。美国银行业不良率持续下行主要受益于美国经济的稳定高增长,同时,1980-1990年代初美国银行加大对坏账的处置力度以及通过兼并收购提升了美国银行业整体抵御风险的能力。伴随美国资产质量的好转,美国银行业拨备覆盖率大幅提升,1999年末美国银行业拨备覆盖率为170.4%,较1990年初提升了约107个百分点。

图 19: 美国银行业不良率自 1992 年 3 季度持续快速下行



资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

图 20: 1990 年代美国银行拨备覆盖率持续上行

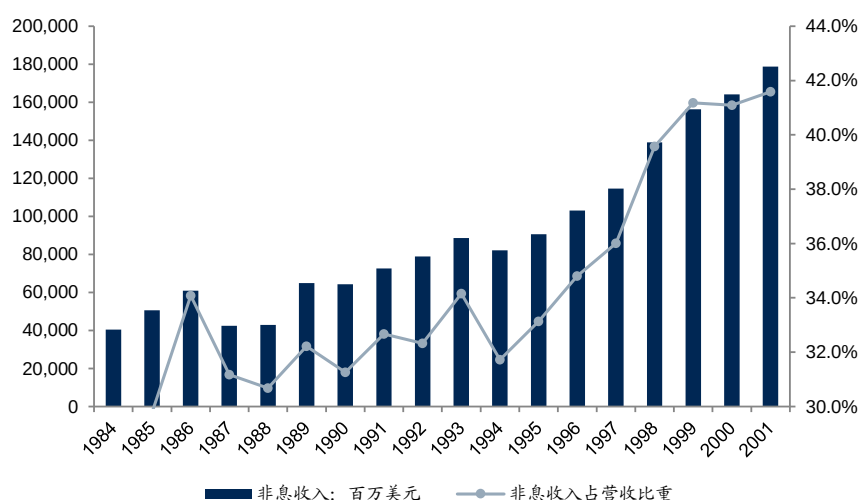


资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

综合化经营能力增强

1995 年以来美国银行非息收入占营业收入比重呈现持续快速上升态势,1999 年末美国银行非息收入占营收比重为 41.2%,较 1994 提升了 9.5 个百分点,主要是美国综合化经营能力增强。

图 21: 1994-2000 年美国银行业非息收入占营收比重持续提升

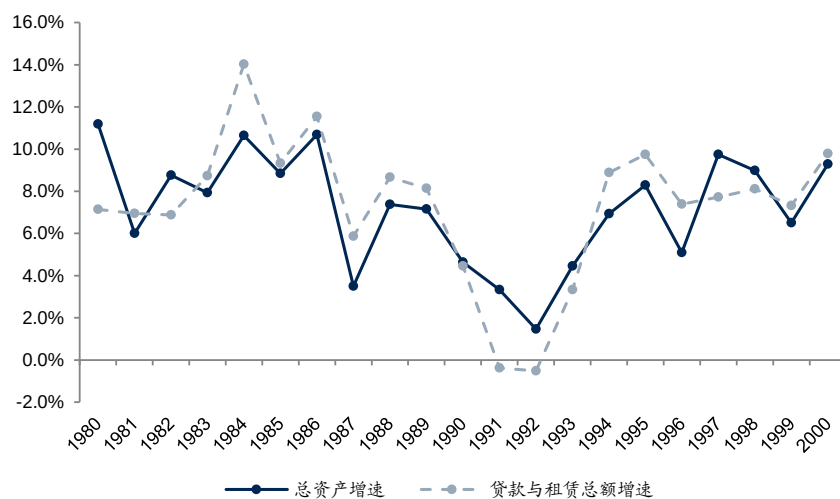


资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

资产稳步扩张

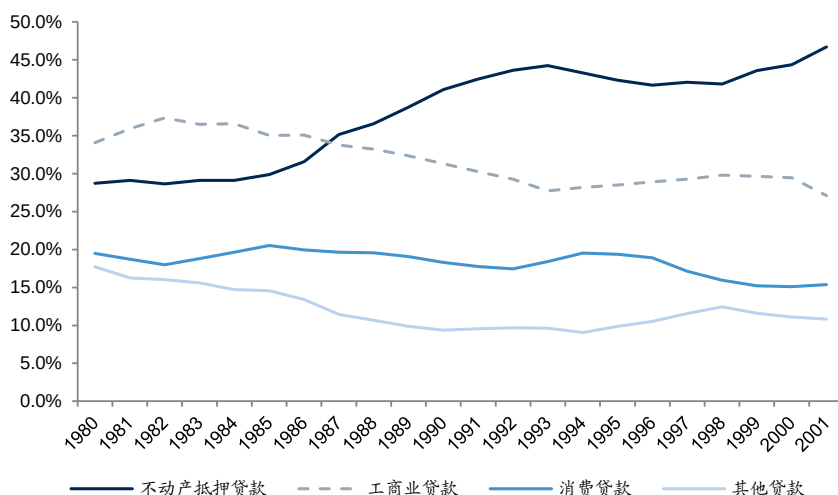
伴随美国经济 1993 年以来的持续高增长, 美国银行业总资产规模实现了较好的扩张, 1993-2000 年美国银行总资产年均扩张速度为 7.4%, 其中信贷年均扩张速度为 7.8%。受益于房地产市场的繁荣, 美国不动产抵押贷款扩张速度较快, 1993-2000 年年均扩张速度为 8.0%。

图 22: 1994-2000 年美国银行业资产进入稳定扩张期



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 23: 不动产抵押贷款占比提升

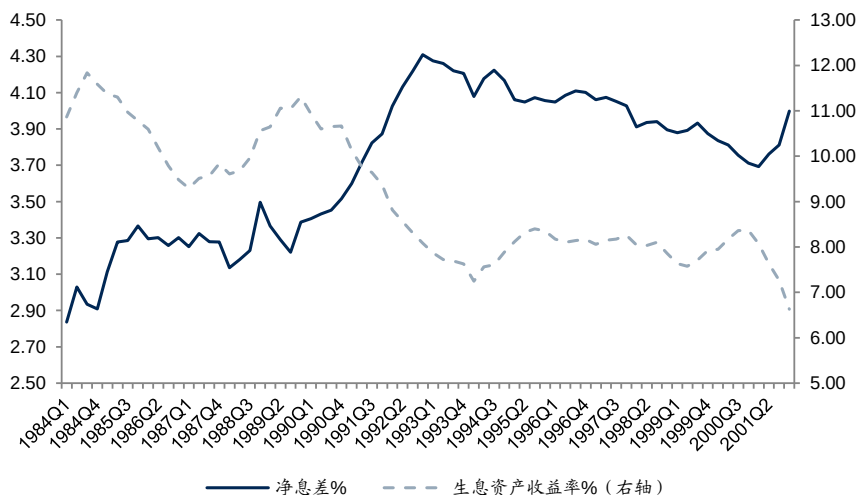


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

净息差收窄, 但高于危机前水平

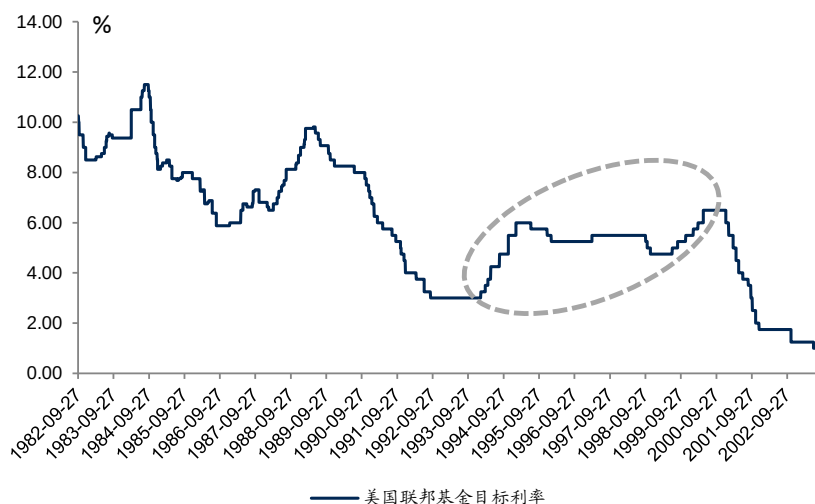
1993-2000 年美国银行净息差趋势性下行, 主要是负债端成本提升拖累。1999 年美国银行业净息差为 3.87%, 较 1992 年收窄了 43bps, 但明显高于 1980 年代美国银行业净息差水平。1994 美联储进入加息周期, 一直持续到 2000 年, 美国银行生息资产收益率呈现稳定小幅上升态势。净息差收窄主要是负债端成本上行拖累, 一方面是美国金融市场发展较快, 货币市场基金等规模的快速扩张分流美国银行业存款, 存款占负债总额的比重有所下降; 另一方面是 1986 年美国存款利率市场化完成, 美国存款成本大幅上行。

图 24: 1990 年代美国银行业净息差收窄



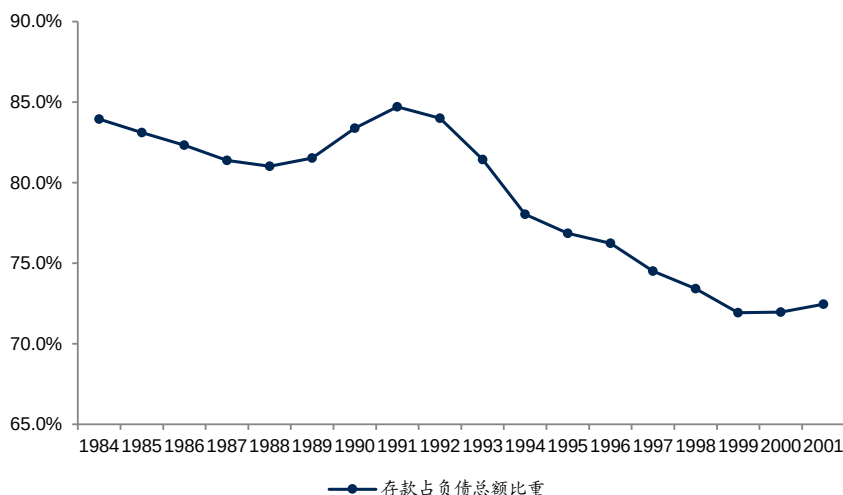
资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

图 25: 1994-2000 年美国银行业处于加息环境中



资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

图 26: 1990 年代存款占负债总额比重下降



资料来源：FDIC，国信证券经济研究所整理

总结

美国银行业从 1990 年代初期的困境逐步走向繁荣，在 1995-1998 年中旬获得巨大的绝对收益和超额收益，除了宏观经济环境改善之外，我们认为 1990 年代以来美国银行业监管制度的变革以及以提升竞争力为主要目的的兼并收购也非常重要，不仅助推了美国经济的增长，同时提升了美国银行抵御风险的能力和盈利能力。

- ✓ 美国经济自 1992 年第 2 季度进入稳定高增长阶段，未来十年呈现“高增长+低通胀+低失业率”繁荣态势。同时，房地产市场景气度持续提升，不动产抵押贷款资产证券化快速发展，进一步助推了美国经济的高增长，为美国银行业经营提供了很好的经营环境。
- ✓ 1990 年代初期是美国银行业危机化解阶段，为美国银行业之后的崛起奠定

了基础。进入 1990 年代中后期，美国银行业已走出衰退，这一时期的银行业并购发生在美国经济繁荣时期，其主要目的是为了增强实力，扩大市场份额，更好的参与市场竞争。1994 年的《州际银行法》和 1999 年的《金融服务现代化法》打破了美国单一银行制度和分业经营的限制，为美国银行的并购提供了法律环境。经过 1990 年代的兼并收购潮，美国银行业集中度快速提升，出现了以花旗集团为代表的大型全能银行，美国银行业抵御风险的能力增强，美国捍卫了自身金融霸主的地位。

- ✓ 受益于经济的稳定高增长以及美国银行经营能力的强化，1990 年代中后期美国银行业盈利能力持续提升，进入稳定发展阶段。美国银行业资产规模稳步扩张，资产质量大幅改善，综合化经营能力增强。

当前，我国银行业面临着与美国银行业 1990 年代初相似的经营困境，利率市场化后息差收窄，宏观经济下行导致不良贷款率上升，部分中小银行面临区域性风险偏高、大型银行面临非银金融机构竞争越来越激烈等问题。参考美国 1990 年代经验，我们认为我国银行业需要一轮中小银行兼并收购潮来化解存量风险，以进一步提升我国银行业抵御风险的能力和市场化经营的能力。同时，面对全球金融自由化的深入推进，在欧美日等主要经济体银行混业经营的大环境下，我国混业经营大势所趋。从去年以来的包商银行、锦州银行等风险银行处置事件可以看出，我国监管层目前正在考虑有序深化中小银行改革，化解中小银行机构风险；同时，近期媒体报道监管层考虑向大型试点银行发放券商牌照，我国混业经营正在有序推进。

投资建议

未来我国银行业有望迎来一轮中小银行兼并收购潮，混业经营也正在有序推进，银行业抵御风险的能力和经营能力都有望大幅提升，但未来银行经营能力将进一步分化。目前银行板块估值处于历史最低水平附近，我们维持行业“超配”评级不变，重点推荐估值低、稳定性好的大行，包括工商银行、农业银行、邮储银行，以及管理机制好、风控优异的中小银行，包括宁波银行、常熟银行。

风险提示

若宏观经济大幅下行，可能从多方面影响银行业，比如经济下行时期货币政策宽松对净息差的负面影响、经济下行导致不良贷款增加等。

表 8: 估值表

收盘日:			普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE		
2020/7/24			2019A	2020A	2021E	2019A	2020A	2021E	2019A	2020A	2021E	2019A	2020A	2021E
收盘日:	收盘价	(元)												
601398.SH	工商银行	4.98	13.0%	12.5%	11.9%	4.9%	4.4%	4.1%	0.72	0.66	0.60	5.8	5.5	5.3
601939.SH	建设银行	6.12	14.6%	13.9%	13.3%	4.7%	5.9%	6.6%	0.73	0.66	0.60	5.2	5.0	4.7
601288.SH	农业银行	3.23	14.6%	13.8%	12.9%	4.6%	4.5%	4.4%	0.65	0.58	0.53	4.6	4.5	4.3
601988.SH	中国银行	3.35	13.9%	13.1%	12.2%	4.1%	3.9%	2.8%	0.60	0.54	0.49	4.4	4.3	4.2
601328.SH	交通银行	4.77	11.2%	10.8%	10.4%	5.0%	4.1%	3.7%	0.51	0.47	0.44	4.8	4.6	4.4
601658.SH	邮储银行	4.62	12.0%	12.0%	12.4%	16.5%	12.7%	11.3%	0.81	0.74	0.68	7.3	6.4	5.7
600036.SH	招商银行	34.60	16.7%	16.9%	17.3%	15.3%	14.4%	15.0%	1.51	1.34	1.18	9.6	8.3	7.2
601166.SH	兴业银行	15.66	12.7%	12.1%	12.0%	8.7%	4.3%	7.5%	0.67	0.61	0.56	5.5	5.3	4.9
600016.SH	民生银行	5.52	14.9%	14.1%	13.2%	6.9%	4.8%	5.2%	0.54	0.48	0.44	3.7	3.6	3.4
600000.SH	浦发银行	10.42	15.4%	14.2%	13.1%	5.4%	3.0%	2.7%	0.62	0.56	0.50	4.2	4.1	4.0
601998.SH	中信银行	5.12	13.3%	12.8%	12.0%	7.9%	5.8%	4.5%	0.57	0.51	0.46	4.4	4.2	4.0
000001.SZ	平安银行	13.50	11.2%	10.9%	11.3%	13.6%	13.9%	13.8%	0.96	0.87	0.79	9.6	8.4	7.3
601818.SH	光大银行	3.78	15.1%	14.6%	14.2%	11.0%	9.5%	9.9%	0.62	0.55	0.50	4.4	4.1	3.7
600015.SH	华夏银行	6.33	12.3%	10.6%	10.1%	5.2%	5.0%	2.7%	0.49	0.47	0.43	4.9	4.6	4.5
601169.SH	北京银行	4.79	10.4%	10.3%	10.2%	7.2%	6.0%	5.1%	0.54	0.50	0.47	5.3	5.0	4.7
002142.SZ	宁波银行	30.08	17.8%	17.0%	16.5%	22.6%	18.7%	17.4%	2.11	1.69	1.48	13.4	11.3	9.6
600919.SH	江苏银行	5.97	9.7%	10.0%	10.4%	11.9%	8.8%	8.7%	0.63	0.58	0.54	6.8	6.0	5.4
601077.SH	渝农商行	5.11	13.5%	12.8%	11.5%	1.4%	7.7%	7.4%	0.83	0.66	0.61	6.4	5.9	5.5
002839.SZ	张家港行	6.24	9.2%	8.7%	9.3%	9.4%	14.3%	14.6%	1.19	1.10	1.02	13.5	12.8	11.1
601128.SH	常熟银行	7.41	13.2%	11.5%	12.1%	20.1%	13.4%	15.5%	1.20	1.10	1.01	10.3	10.0	8.7
平均			13.2%	12.6%	12.3%	9.5%	8.5%	8.4%	0.83	0.74	0.67	6.8	6.2	5.7

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）

英语类：四六级万词班专四专八雅思等

财经类：初级会计、中级会计、注册会计师、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审

公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360

银行：银行招聘、笔试、面试

教师资格：小学、中学、教师招聘面试

建筑：一建、二建、消防、造价

法考：主观题、客观题

多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容

精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI

课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...

押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计师、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。

资料领取微信：1131084518

行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽晕染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格考试备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

上万 GB 教学资料 (均全套, 非杂乱) 免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等 (全套 1000 多 GB)

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等 (更新超 2000GB)

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料 (超过 2 万 GB)

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	慕泉	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课		泡妞撩汉性福合集

注: 太多了, 无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好:	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器:	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动:	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	乒乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用:	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习:	英语				
电脑 IT:	办公 office	PS 美工教学			

暗号: 666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com



如果群里报告过期

请加**微信**联系我索取最新

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告;
- 2、每日分享当日**华尔街日报、金融时报**
- 3、**如果看到群里报告过期了，请扫码联系**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。

